



ESG

상장폐지 개혁방안이 일으키는 불협화음

Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

상장폐지 개혁방안 시행된 지 한 달

혁신기업의 원활한 상장은 지원하되 부실기업은 신속엄정히 퇴출하는 다산다사(多産多死) 시장구조로의 전면적인 전환을 추진하고자, 지난 2월 12일 금융위원회와 한국거래소가 「부실기업 신속엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁방안」을 발표하였다. 한국거래소는 동 개혁방안의 내용을 담은 상장규정 개정안을 4월에 두 차례 개정예고·의견수렴을 거쳐 확정하였으며, 5월 13일 금융위원회 제9차 정례회의에서 동 개정안이 승인되었다.

동 개정에 따라 2026년 7월 1일부터 유가증권 상장회사는 시가총액 300억원, 코스닥 상장회사는 시총 200억원에 미달하면 상장폐지 요건에 해당되게 되었다. 2027년 1월 1일부터는 유가증권 500억원, 코스닥 300억원으로 상폐 시총 기준이 상향된다.

아울러, 주가 1,000원 미만 동전주도 상장폐지 요건으로 신설되었고, 반기 기준 완전자본잠식 여부도 상폐 실질심사 요건으로 추가되었으며, 실질심사 대상이 되는 공시 위반 요건도 종전보다 더 강화되었다.

상장은 많고 상장폐지는 적은 구조로 인해 부실기업이 누적되고 시장에 대한 투자자의 신뢰가 저하되어 왔던 국내 자본시장의 고질적인 문제를 해결하겠다는 취지는 좋았으나, 시행된 지 한 달이 지난 지금, 상장폐지 개혁방안이 국내 기업 거버넌스 개선을 위해 추진 중인 여타 법규와 상충되는 면이 있어 이를 짚어볼 필요가 있다는 판단이 들었다.

덧붙여, 유례없이 변동성과 수급 불균형이 극심한 현 상황에서 중소형주들에 대한 엄격한 상폐 잣대를 바로 적용하는 게 적절한지 고민해 볼 필요가 있겠다는 생각도 들었다.

[표1] 「부실기업 신속엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁방안」 주요 내용

구분	내용	시행 시기						
시가총액 상향조정 조기화	· 상장폐지 시가총액 요건 기준 상향조정 계획을 조기화: 매년 → 매반기 <table><tr><th>기존 계획</th><th>금번 개정</th></tr><tr><td> · 2027년 1월 1일부터 - 유가증권: 300억원 - 코스닥: 200억원 </td><td> · 2026년 7월 1일부터 - 유가증권: 300억원 - 코스닥: 200억원 </td></tr><tr><td> · 2028년 1월 1일부터 - 유가증권: 500억원 - 코스닥: 300억원 </td><td> · 2027년 1월 1일부터 - 유가증권: 500억원 - 코스닥: 300억원 </td></tr></table>	기존 계획	금번 개정	· 2027년 1월 1일부터 - 유가증권: 300억원 - 코스닥: 200억원	· 2026년 7월 1일부터 - 유가증권: 300억원 - 코스닥: 200억원	· 2028년 1월 1일부터 - 유가증권: 500억원 - 코스닥: 300억원	· 2027년 1월 1일부터 - 유가증권: 500억원 - 코스닥: 300억원	좌측 표 참고
	기존 계획	금번 개정						
· 2027년 1월 1일부터 - 유가증권: 300억원 - 코스닥: 200억원	· 2026년 7월 1일부터 - 유가증권: 300억원 - 코스닥: 200억원							
· 2028년 1월 1일부터 - 유가증권: 500억원 - 코스닥: 300억원	· 2027년 1월 1일부터 - 유가증권: 500억원 - 코스닥: 300억원							
	· 세부 적용방식 개선 - 기존: 관리종목(30거래일 연속 기준 미만) 지정 후 90거래일 동안 연속 10거래일 및 누적 30거래일 기준을 상회하지 못하면 상장폐지 - 개선 후: 관리종목 지정 후 90거래일 동안 연속 45거래일 기준을 상회하지 못하면 상장폐지							
상장폐지 요건에 동전주 신설	· 주가 1,000원 미만 동전주를 상장폐지 요건으로 신설 - 세부 적용방식은 시가총액 요건과 동일하게 30거래일 연속 기준 미만시 관리종목에 지정되고, 이후 90거래일 동안 연속 45거래일 기준을 상회하지 못하면 최종 상장폐지됨 · 반복적이거나 과도한 주식병합·감자를 통한 동전주 요건 우회에 대한 방지 조치도 도입: 아래 (1), (2)의 주식병합 및 감자를 즉시 상장폐지 사유로 규정하여 사실상 금지	2026년 7월 1일						

	(1) 최근 1년 이내에 주식병합이나 감자를 한 경우 동전주 관리종목 지정 이후 90거래일 동안 추가적인 주식병합·감자 금지 (2) 동전주 관리종목 지정 이후 90거래일 동안 10:1을 초과하는 주식병합·감자 금지	
반기 기준 완전자본잠식 요건 추가	· 기존에는 사업연도말 기준 완전자본잠식만 상장폐지 요건이었으나, 반기 기준 완전자본잠식도 요건으로 추가 · 다만, 사업연도말 기준은 해당 시 심사 없이 상장폐지 되지만(형식적 요건), 반기 기준은 기업의 계속성 등에 대한 심사를 거쳐 상장폐지를 결정(실질심사 요건)	2026년 6월말 기준 반기보고서부터
공시위반 요건 강화	· 기존 기준: 최근 1년간 공시벌점 누적 15점 → 개정 기준: 누적 10점 ^주 (실질심사 요건) · 중대하고 고의적인 공시위반은 한 번이라도 위반 시 상장폐지 심사대상에 포함	2026년 7월 1일

주: 기존에 누적된 벌점은 2/3로 환산하여 적용

자료: 금융위원회, 한국거래소, 한화투자증권 리서치센터

PBR 0.8배법과의 불협화음

현행 상속세 및 증여세법 하에서는 상장회사의 가치를 평가할 때 평가기준일(상속개시일 또는 증여일) 이전·이후 각 2개월, 즉 4개월 동안의 주가를 기준으로 상속세나 증여세가 부과되는 평가가액을 산정한다. 반면 비상장회사의 가치를 평가할 때에는 순손익가치와 순자산가치를 3 대 2 혹은 2 대 3의 비율로 가중평가하되, 만일 평가가액이 순자산가치의 80%보다 낮은 경우에는 순자산가치의 80%를 하한선으로 하는 보충적 평가방법을 적용하고 있다.

더불어민주당 이소영 의원이 작년 5월 발의한 상증세법 개정안은 상장회사의 시가총액이 순자산가치의 80%에 미치지 못하는 경우 자산가치와 수익가치 등을 고려하여 기업가치를 평가하되 하한선을 순자산가치의 80%로 하는 것을 골자로 한다. 즉, 보유하고 있는 순자산의 가치에 비해 시장에서 저평가되고 있는 상장주식의 경우 주가로 가치를 평가하지 않고 현재 비상장주식에 적용되는 가치 평가방법을 적용하도록 하는 것이다.

이 상속세 및 증여세법 개정안은 별칭으로 ‘PBR 0.8배법’ 또는 ‘주가누르기 방지법’으로 불린다.

[표2] PBR 0.8배법 또는 주가누르기 방지법 (상속세 및 증여세법 개정안)

개정 내용 ^주
· 현행 법령 하에서는 상속세나 증여세가 부과되는 상장회사의 가치를 평가할 때 상속개시일 또는 증여일 전후 각 2개월 평균 시세를 활용함 - 따라서 상장회사의 경우 주가가 높으면 세금이 증가하고 주가가 낮으면 세금이 낮아져, 낮은 주가가 상속·증여 시 더 유리한 상황임 - 현행 법령 하에서 비상장주식은 순손익가치와 순자산가치를 3 대 2 혹은 2 대 3의 비율로 가중평가하되 만일 평가가액이 순자산가치의 80%보다 낮은 경우에는 순자산가치의 80%를 하한선으로 정하고 있음 · 이에, 상장회사의 시가총액이 순자산가치의 80%에 미치지 못하는 경우 상장주식이라 하더라도 비상장주식의 평가방법과 같이 자산과 수익 등을 고려하여 평가하되 그 하한선은 순자산가치의 80%로 하는 것을 개정 내용으로 함

주: 상장회사 최대주주 20% 가산세율 삭제, 상장주식에 대해서도 물납 허용 등의 내용도 포함됨

자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

이 개정 상증세법이 시행되면, PBR 0.8 미만인 기업의 경우 상속세 및 증여세 과세표준이 되는 상장회사의 가치가 더 이상 주가가 아닌 순자산가치에 근거해 산정되기 때문에, 피상속인(재산·권리의무를 타인에게 물려주는 사람)이나 증여자가 주가를 낮게 유지할 유인이 약해지거나 없어짐에 따라, PBR이 0.8이 되는 수준까지는 주가를 끌어올릴 유인이 생길 것이다. 어차피 기업이 소유한 순자산가치의 80%에 대해 세금이 매겨진다면 대주주 측은 세금을 낮추기 위해 주가를 억누를 필요가 없어지게 되고, 소유한 주식의 시세가 올라야 사유재산의 가치가 늘어나 이득이 된다. 물론 주가가 상승하면 해당 상장회사의 주식을 보유한 소액주주들에게도 이득이다.

그런데 이런 긍정적인 효과는 해당 회사가 상장을 유지한다는 전제 하에 발휘된다. 만일 상속세 및 증여세를 절감하고자 상장 이후 지속적·의도적으로 주가를 눌러온 대주주가 있다면 그리고 그 상장회사의 PBR이 0.8을 훨씬 밑돌고 있다면, 법 개정 전에는 순자산가치의 80%보다 확실하게 낮은 수준에서 해당 상장회사 평가가액이 산출될 수 있었는데, 법 개정 후에는 상장되어 있어도 순자산가치의 80%가 평가가액의 하한이 되기 때문에 상장을 유지할 유인이 약해질 수 있다. 이

를테면 소액주주나 기관투자자의 간섭에서 자유로워지고 싶고 상장 유지 비용도 부담이 되었지만 그나마 상속세 및 증여세 절감 효과 때문에 마지못해 상장을 유지한 채로 주가 상승을 장기간 억제해 온 기업이 있을 수 있다. 이런 기업들의 경우 PBR 0.8배법이 통과되면 차라리 상폐하는 쪽으로 선회할 수도 있다.

이같이 상장을 유지하는 게 버거웠지만 의도적으로 주가의 저평가 상태를 유지·유도해서 상속세나 증여세를 아끼려 했던 기업들 입장에서는, PBR 0.8배법이 통과되면 굳이 상장을 유지할 유인이 약해지거나 사라지게 된다. 상장되어 있던 비상장으로 전환되든 순자산가치의 80%를 기준으로 세금을 내야 하기 때문이다. 7월부터 시행된 상장폐지 개혁방안상 상향된 시총 기준과 신설된 동전주 요건은 이러한 기업들이 종전보다 수월하게 그리고 자연스럽게 상장시장에서 퇴장할 수 있게 해 준다. 해당 상장회사의 주식을 매수했던 소액주주 입장에서는 강화된 상폐 요건 때문에 자신이 투자했던 기업이 상장폐지되는 걸 반길 리 없다.

상장폐지 개혁방안과 PBR 0.8배법이 규율하는 내용 자체가 상충된다기 보다는, 소액주주를 보호하고 자본시장의 효율성을 제고하겠다는 각 법의 취지가 왜곡될 수 있다는 것이다. PBR 0.8배법 때문에 굳이 상장을 유지할 실익이 낮아진 기업들은, 상장폐지 개혁방안으로 상향된 상장 유지 요건에 미달하는 상태를 방치함으로써 시장에서 강제로 퇴출 당하는 것을 의도할 수도 있다. 심지어 이 방식은 공개매수를 통한 자진상폐보다 비용도 적게 들고 절차도 간소한 편이다.

중복상장 가이드라인과의 불협화음

지난 7월 6일, 한국거래소와 금융위원회는 중복상장 시 모회사의 의무 및 일반상장 대비 강화되어 적용되는 특례심사 기준에 관한 가이드라인 안을 발표했다. 이에 따르면 모회사 이사회는 중복상장이 모회사 일반주주에게 미칠 영향을 평가하고, 현금배당·자기주식 소각·자회사 주식 현물배당 등의 주주보호 방안을 마련해야 하며, 주주와 적극적으로 소통하고 주주총회 등을 통해 주주 동의 여부를 확인한 뒤 이사회 결의 후 자회사 통지 및 공시를 이행해야 한다.

한국거래소는 자회사 상장 심사 시 자회사의 영업·경영 독립성을 토대로 상장의 타당성을 평가하는 한편 모회사 이사회가 주주 보호를 위한 의무를 충실하게 이행했는지도 검토하는데, 이 때 주주 동의 여부와 관련해 자회사의 유형별 규제 수준이 다르다. 주주 동의를 받을 것을 원칙적으로 권고하지만 물적분할된 자회사를 상장하는 경우에만 주주 동의가 필수적으로 요구된다. 일반 자회사의 경우 주주 동의를 받으면 좋지만 만일 못 받더라도 엄격한 개별심사를 통해 영업 독립성, 경영 독립성, 투자자 보호 등의 면에서 기준을 통과하면 상장이 불가능한 것은 아니다.

가이드라인 최종안은 8월 초에 공표 및 시행될 것으로 예상된다.

중복상장 가이드라인에 대하여 벤처·벤처캐피털(VC) 업계는 벤처기업의 성장과 투자 회수 구조를 고려하지 않은 과잉 규제라며 규제 기준 세분화, 사전협의 절차 도입 등의 제도 보완을 요구했다. 성숙 사업을 떼어내 상장하는 이른바 ‘쪼개기 상장’은 엄격히 규율하되 신사업 진출이나 외부 기술 확보, 인수합병을 통해 성장한 혁신기업에는 별도 심사 체계를 적용해야 한다는 주장이다.

중복상장 가이드라인의 시행은 단기적으로는 ‘신규 상장 가뭄’을 야기할 수밖에 없다. 실제로 올해 들어 지난 7월 26일 까지 유가증권시장에서 기업공개를 마친 기업은 케이뱅크가 유일한데, 지난해에는 같은 기간에 5개 기업이 유가증권시장에 상장했었고, 올해 유가증권시장 신규 상장 건수는 2001년 이후 25년 만에 최저 수준이다. 코스닥 신규 상장까지 합치면 총 30건인데 이 또한 COVID-19 시절인 2020년 28건 이후 6년 만에 최소다.

자회사 상장을 위해 주관사까지 선정했다가 중복상장 규제 강화 때문에 금년에 상장 절차를 중단한 대기업 모회사도 몇 군데 있다.

상장폐지 개혁방안이 추구하는 방향은 다산다사(多産多死) 구조, 즉 부실기업을 신속하고 엄격하게 퇴출하는 것이 개정의 주요 내용이지만 혁신기업의 원활한 상장도 지원하겠다는 것이 목적인데, 중복상장 규제와 '신생 기업의 다산(多産)'이 양립할 수 있을지 의문이 든다. 게다가 정부는 지난 2005년, 당장은 매출이 없거나 손실이 나고 있더라도 기술력과 미래 성장성에 근거해 증시 입성을 돕는 기술특례상장 제도를 도입했다. 신생 벤처기업 등의 기술적 가치와 잠재력을 무시하고 시가총액과 주가 1,000원 미만 여부만으로 시장에서 퇴출하려 하는 것은 이 기술특례상장 제도를 무색하게 한다.

현 시황에서 상향된 시총 기준을 적용하는 것은 가혹해

반도체 업종으로의 수급 쏠림과 극심한 변동성 속에서 최근 중소형주는 실적이나 펀더멘털에 관계없이 소외되고 있다. 7월 30일 기준 시가총액 상폐 기준(유가증권 300억원, 코스닥 200억원)에 미달한 종목은 총 208개로 전월 말 대비 5개 증가했다. 유가증권시장에선 전월 대비 1종목 증가한 47종목, 코스닥시장에선 전월 대비 4종목 증가한 161종목이 시총 기준을 밑돈 것으로 나타났다.

한편, 상장폐지 개혁방안 시행일인 7월 1일부터 31일까지 한 달 간 관리종목 지정 우려 종목으로 안내 공시가 제출된 코스닥 기업은 30개사인데 이 중 28개사가 일정 기간 시가총액 200억원에 미달하는 상태가 유지됨에 따라 관리종목으로 지정될 위기에 처했다.

다소 이례적인 이런 시장 상황에서 상향된 시총 기준(유가증권 종전 200억원→개정 후 300억원, 코스닥 종전 150억원→개정 후 200억원)을 바로 적용하는 것은 중소형주들에게 지나치게 가혹한 것 같다.

중소형주에 해당하는 기업들에게 숨 쉴 여지를 주어야, 그리고 출구보단 입구를 관리해야...

시행된 지 한 달 밖에 되지 않은 제도를 바로 수정하는 것은 또 시장의 혼란을 야기하고 법규의 안정성과 신뢰성도 훼손할 수 있기 때문에 상장규정을 다시 개정하자는 주장을 할 생각은 없다. 다만 당분간은 유예기간을 두거나 사안별 개별 심사를 통해 다른 법규와의 정합성도 검토하는 한편 최근의 특수한 시장 상황을 유연하게 고려하였으면 한다.

아울러, 이전 보고서에서도 언급했었지만 부실기업을 숙아내고자 상장 유지 요건을 강화하는 것보다는 최초로 상장할 때 더 면밀하고 엄격한 평가를 실시함으로써 신규 상장의 문턱을 높이는 것이 보다 바람직한 접근법이라 생각한다. 다산다사(多産多死) 상장시장보다는 소산소사(少産少死) 상장시장을 추구해야 한다. 처음부터 건실하고 경쟁력이 뛰어난 기업을 잘 가려내어 상장시키면 이후 시가총액, 주가, 재무건전성, 공시의 충실성 면에서 기준에 미달하는 사례가 발생할 가능성이 줄어들 것이다.

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.